

■ Hedgefonder och det finansiella systemet

Under senare år har hedgefonder fått en allt större betydelse. Med sin verksamhet fyller de flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna – ökar genomlysningen, förbättrar prissättningen och skapar likviditet. Samtidigt pågår en debatt om tänkbara risker för stabiliteten i det finansiella systemet till följd av fondernas egen verksamhet eller i deras roll som viktiga motparter till andra aktörer. I denna artikel beskrivs utvecklingen av hedgefonder såväl internationellt som i Sverige och deras tänkbara betydelse för det finansiella systemet. Diskussionen kring regleringar av fonderna återges också. Riksbanken anser att det inte bör införas någon särskild reglering för hedgefonderna givet att deras motparter – framförallt de systemviktiga instituten – kan hantera sina risker.

Intresset för hedgefonder ökar snabbt såväl i Sverige som internationellt. Under de senaste åren har hedgefonderna blivit tillgängliga för en allt bredare grupp av investerare och kapitalflödet till dem har ökat dramatiskt. Idag förvaltar hedgefonder världen över mellan 1 000–1500 miljarder US dollar, fördelat på över 8000 fonder. Utvecklingen aktualiserar frågan om hedgefondernas betydelse för det finansiella systemet.

Utifrån ett stabilitetsperspektiv är hedgefonder intressanta, dels genom sin egen verksamhet, dels som viktiga motparter till stora och systemviktiga finansiella institut. Det finns en risk att ökad konkurrens bland hedgefonder leder till högre skuldsättning och aggressivare investeringsstrategier i framtiden för att upprätthålla den höga avkastningen. Hedgefondernas potentiella påverkan på det finansiella systemet illustrerades av händelseutvecklingen kring hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) hösten 1998. När ett fallissemang hotade i LTCM ansåg Federal Reserve att risken för systemkritiska följder var så stor att man såg sig nödgad att vidta åtgärder.

Ett syfte med denna artikel är att karakterisera hedgefonderna och beskriva hur branschen har utvecklats, internationellt och i Sverige. Ett annat syfte är att klargöra effekterna av hedgefondernas verksamhet för det finansiella systemet och sammanfatta debatten kring regleringen av hedgefonder.

Vad är en hedgefond?

Föregångaren till det som idag kallas hedgefonder startades i USA av Alfred Winslow Jones 1949. Jones köpte aktier han tyckte var undervärderade och sålde lånade (gick kort i) aktier han tyckte var övervärderade.⁹⁹ Jones menade att priset på undervärderade aktier borde stiga relativt mer på en stigande marknad, och priset på övervärderade aktier sjunka relativt mer på en fallande marknad, och därmed skulle fonden tjäna pengar på såväl en fallande som en stigande marknad. Eftersom netto-positionen i aktier som helhet var liten var portföljen säkrad, "hedgad", mot övergripande (systematisk) marknadsrisk. Den låga risken i portföljen

⁹⁹ Edwards, Franklin R (1999) Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management The Journal of Economic Perspectives, Vol 13 No 2.

öppnade också för möjligheten att belåna den, vilket höjde avkastningen. Dessutom införde Jones en prestationsbaserad avgift på 20 procent på avkastningen till förvaltaren, men tog ingen fast avgift. Därmed skulle förvaltarens incitament i möjligaste mån överrensstämma med placerarnas.

Den grundläggande tanken med hedgefonder var alltså att ta positioner baserade på prisförhållanden värdepapper emellan, samtidigt som marknadsrisken eliminerades eller begränsades. Idag är emellertid hedgefonder en mycket heterogen grupp av fonder som, i vissa fall, har några gemensamma karakteristika. Begreppet hedgefond är dessutom missvisande eftersom många av dessa fonder inte alls hedgar sig utan tar stora nettopositioner.

Till skillnad från traditionella fonder, där avkastningsmålet sätts relativt ett jämförelseindex, väljer hedgefonder oftast ett absolut avkastningsmål. Tillsammans med de prestationsbaserade avgifterna ger detta förvaltarna i hedgefonder ett tydligt incitament att eftersträva hög avkastning. Det är också vanligt att förvaltarna själva investerar i hedgefonden, i Long Term Capital Management hade ledningen investerat närmare 10 procent av det totala kapitalet när fonden startades (se rutan "Krisen i LTCM").

Till skillnad från Jones ursprungliga fond tar de flesta hedgefonder idag också ut en förvaltningsavgift, vanligtvis mellan en och två procent av det förvaltade kapitalet. LTCM tog till exempel en förvaltningsavgift på två procent och en prestationsbaserad avgift på hela 25 procent.¹⁰⁰ Investeringar i hedgefonder är ofta inlåsta under en längre tidsperiod. Hur länge kapitalet är inlåst avgör till viss del hur illikvida positioner fonden kan ta: en längre inlåsningsperiod innebär att man kan investera i mindre likvida tillgångar.

Hedgefonder lyder under ett friare regelverk än vanliga investeringsfonder. Investeringsfonder är reglerade inom EU genom det så kallade UCITS-direktivet och står under tillsyn av en myndighet. För investeringsfonder är det till exempel reglerat vilka tillgångar en fond får investera i, vilken information som skall ges till investerarna och hur riskerna sprids.¹⁰¹

I Sverige klassificeras hedgefonder av Finansinspektionen som specialfonder (tillsammans med till exempel indexfonder). Gränserna för vilka undantag en specialfond kan få från UCITS-direktivet är inte närmare preciserat (såsom i antal innehav eller i procentuella begränsningar), utan avgörs från fall till fall av Finansinspektionen. Huvudregeln är dock att fondens medel, precis som i fallet med värdepappersfonder, ska placeras med iakttagande av principen om riskspridning. Specialfonder ska även lämna en redogörelse till sina kunder och Finansinspektionen för vilken risknivå de eftersträvar.¹⁰²

¹⁰⁰ Se Edwards (1999)

¹⁰¹ Se "Hedge Funds Regulation in Europe – A comparative study", European fund and asset management association, November 2005 och "The regulation and distribution of hedge funds in Europe – Changes and challenges", Pricewaterhousecoopers, Juni 2005.

¹⁰² "Handbok om investeringsfonder m.m.", Finansinspektionen, Maj 2005.

De vanligaste undantagen svenskregistrerade hedgefonder ansöker om hos Finansinspektionen är:

- Högre skuldsättning och möjlighet att gå kort
- Större exponeringar i derivatinstrument, mer än 100 procent av fondförmögenheten
- Större exponeringar mot enskilda emittenter

Ett vanligt förekommande krav på hedgefonder i olika länder är att investeringar i dem måste överskrida en viss miniminivå. Syftet med ett sådant krav är att begränsa hedgefondernas investerarkrets till förmögna och, troligtvis, mer välinformerade individer och därmed skydda "vanliga" konsumenter. Exempelvis är denna nivå i Italien 500 000 euro, i Irland 250 000 euro, i Spanien 50 000 euro, medan man i Sverige inte har något minimikrav.

INVESTERINGSSTRATEGIER I HEDGEFONDER

Hedgefonder beskriver sig ofta själva i termer av de övergripande investeringsstrategier de använder. En grov kategorisering skiljer på tre övergripande strategier: marknadsneutral, "händelsedrivna" (event-driven) och "trend" (directional). (En mer detaljerad översikt av investeringsstrategier återfinns i rutan nedan.)

Marknadsneutrala strategier syftar till att handla på prisförhållanden mellan relaterade värdepapper samtidigt som de söker vara immuna mot övergripande marknadsrisk. Volatiliteten i dessa fonder är vanligtvis mycket låg, men en hög skuldsättning krävs för att uppnå önskad avkastning eftersom prisdiskrepanserna de utnyttjar oftast är mycket små. Här ingår strategier som "Equity Market Neutral" och "Fixed-Income Arbitrage".

Trendstrategier identifierar makroekonomiska trender och händelser och försöker förutsäga kommande marknadsrörelser. Volatiliteten i denna grupp av fonder är vanligtvis hög, samtidigt som man är högt belånad. Här ingår till exempel strategierna "Global Macro" och "Managed Futures".

Händelsedrivna strategier syftar till att identifiera värdepapper vars pris kan komma att påverkas av specifika affärshändelser såsom förvärv, samgåenden och konkurser. Inför ett företagsförvärv kan strategin exempelvis gå ut på att köpa aktier i företaget som köps upp och sälja aktier i företaget som förvärvar. Dessa fonder har i regel medelhög volatilitet och låg till medelhög skuldsättning.

Investeringsstrategin ger en beskrivning av vilka investeringar hedgefonden vanligen tar och på vilka marknader man är aktiv. Olika kommersiella databaser och index har något olika uppdelningar. Nedan följer investeringsstrategierna som de kategoriseras av Credit Suisse och Tremont Hedge Fund, vilka är de till marknadsvärdet största indexen.

Ett stort antal fonder innefattas i kategorierna Event-Driven, som utgjorde drygt 20 procent av CSFB/Tremont Index vid utgången av 2005, och Long-Short Equity som utgjorde knappt 30 procent. Man bör dock notera att en uppdelning baserad på investeringsstrategier endast ger en grov bild av de strategier som förekommer och det är inte säkert att enskilda hedgefonder helt passar in i någon kategori. Det är dessutom vanligt att hedgefonder byter strategi över tiden.

Convertible Arbitrage: Investerar i konvertibla värdepapper samtidigt som man säkrar sig mot marknadsrisk och försöker vara marknadsneutral.

Dedicated Short Bias: Avser att hålla en kort nettoposition och investerar huvudsakligen i aktier.

Emerging Markets: Investerar i alla tillgångsslag som emitteras eller handlas i en tillväxtekonomi. Inom denna strategi kan en fond ha fokus på arbitrage, kreditrisk eller vara händelse driven.

Equity Market-Neutral: Handlar på prisrelationer mellan olika tillgångar och tar ofta långa och korta positioner i samma typ av tillgångar. Fonder med denna strategi försöker vara neutrala mot prisförändringar på marknaden. Strategin involverar ofta belåning för att ge högre avkastning.

Event-Driven: Handlar på affärshändelser i företag och på att dessa ännu inte är fullt inprisade i marknaden, till exempel samgåenden och konkurser.

Fixed-Income Arbitrage: Handlar på pris skillnader mellan olika räntepapper, som till exempel ränteswappar och statsobligationer, ofta globalt och med målet att generera stabil avkastning och låg volatilitet.

Global Macro: Var tidigare den vanligaste av alla strategier, men har sedan mitten av 1990-talet minskat i betydelse. Strategin involverar både långa och korta positioner i något av tillgångsslagen där positionen reflekterar förvaltarens syn på makroekonomiska skeenden och trender. Fonder med denna investeringsstrategi investerar vanligen i likvida tillgångar för att vara flexibla.

Long-Short Equity: Investerar kort såväl som långt i aktier utan att nödvändigtvis vara marknadsneutral. Aktieinriktningen kan skifta, positionerna kan vara aktier i lågt eller högt värderade företag, stora eller små företag.

Managed Futures: Investerar i terminer på obligationer, valutor, aktier samt råvaror. De vanligaste handelstrategierna är trendbaserade.

Multi Strategy: Använder flera av ovanstående strategier och försöker hela tiden utnyttja den strategi som kommer att ge högst riskjusterad avkastning.

Utöver dessa strategier finns fonder som investerar i hedgefonder, så kallade *Funds of Hedge Funds*.¹⁰³

103 CSFB/Tremont (www.hedgeindex.com), och ECB (2005) *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, Occasional Paper No. 34, August 2005.

Hedgefonder internationellt och i Sverige

Som framgick inledningsvis har kapitalinflödet till hedgefonder varit betydande de senaste åren: sedan 1998 har det internationellt förvaltade kapitalet vuxit med i genomsnitt 28 procent per år. Efter IT-kraschen och den kraftiga börsnedgången 2001–2002 sökte många investerare alternativa placeringar till aktier och traditionella fonder, en trend som fortsatte under 2003 och 2004. Både avkastningen och inflödet mattades dock under 2005.

Intresset för hedgefonder har ökat både från privatpersoner och institutionella investerare såsom pensionsfonder och universitetsfonder. Enligt en uppskattning svarade pensionsfonder för hela 15 procent av investeringarna i hedgefonder 2004.¹⁰⁴ Avkastningen i de flesta kategorier av hedgefonder har varit mycket god, i synnerhet om man beaktar den låga risken. Därutöver har den aktiva förvaltningen som hedgefonder bedriver alltmer kommit att ses som ett effektivt sätt att öka diversifieringen och minska marknadsrisken.

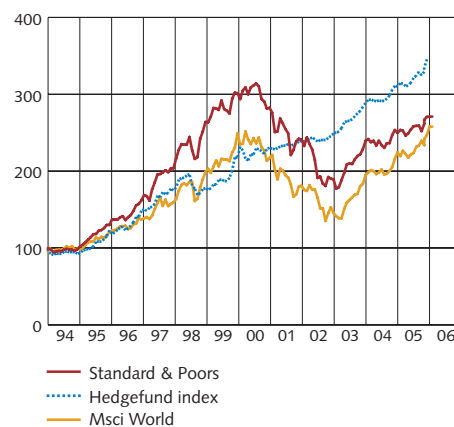
En stor del av kapitalinflödet till hedgefonder sker idag genom fonder som investerar i andra hedgefonder, Funds of Hedge Funds (FOHFs). Genom att dessa har relativt låga minimikrav på det investerade kapitalet har de gjort hedgefonder tillgängliga för en större grupp av privata investerare. Dessa samlingsfonder innebär också en fördel i den meningen att de möjliggör investeringar i hedgefonder utan att investeraren behöver ha specifik kompetens om varje enskild fond; å andra sidan tillkommer samlingsfondens avgifter till hedgefondernas egna.

De flesta hedgefonder är relativt små, majoriteten har mindre än 100 miljoner US dollar i förvaltad kapital och nästan hälften har mindre än 25 miljoner US dollar.¹⁰⁵ Detta kan till exempel jämföras med de allmänna pensionsfonderna i Sverige som vardera förvaltar kapital i storleksordningen 20 miljarder US dollar. En anledning till detta är de prestationsbaserade avgifterna i hedgefonder – många förvaltare finner det svårt att hitta bra avkastningsmöjligheter om kapitalet blir för stort och de sätter därför själva ett tak för fondens storlek.

Även i Sverige har hedgefondsmarknaden utvecklats snabbt. Mellan 2001 och första kvartalet 2006 ökade antalet registrerade hedgefonder från 17 till 50 stycken. Det förvaltade kapitalet har också ökat, från cirka 3 procent av det totala förvaltade kapitalet i svenskregistrerade fonder till nästan det dubbla, vilket motsvarar cirka 66 miljarder svenska kronor (se diagram 2).

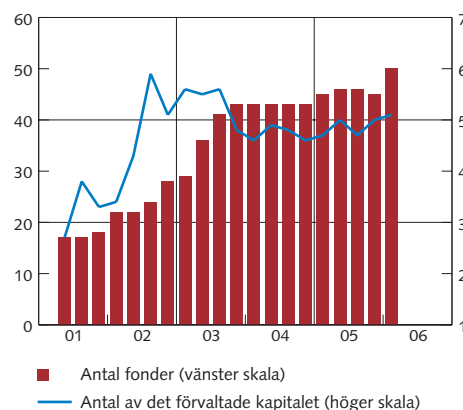
I diagram 3 visas hur svenska hedgefonder utvecklats i jämförelse med Affärsvärldens generalindex under de senaste fyra åren. Det svenska hedgefundsindexet uppvisar betydligt lägre volatilitet men, under de senaste årens kraftiga börsuppgång, också lägre avkastning än generalindex. De svenska hedgefondernas storlek, mätt som

Diagram 1. Marknadsindex



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 2. Antal hedgefonder registrerade i Sverige samt andelen förvaltad kapital Procent

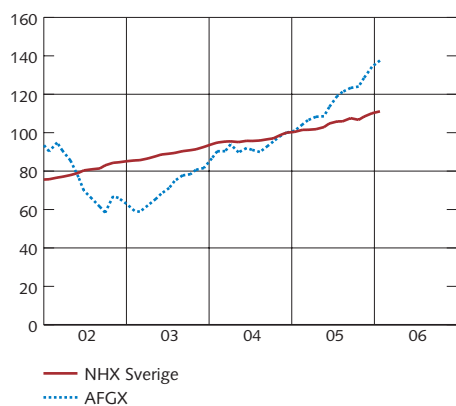


Källa: Fondbolagens förening

104 FSA, "Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement." Discussion Paper 05/04, Juli 2005.

105 ECB (2005).

Diagram 3. Nordic Hedge fund index (NHX) Sverige och Affärsvärldens generalindex



Anm. NHX Sverige innehåller 43 svenska hedgefonder. Se Hedgenordic för beräkningar och begränsningar, www.hedgenordic.com.

Källa: Hedgenordic

tillgångar under förvaltning, varierar kraftigt. Den största svenska hedgefonden hade i slutet av juni 2005 ett marknadsvärde på hela 26 miljarder kronor – vilket är ansevärt även i internationell jämförelse – medan den minsta fonden hade ett negativt marknadsvärde på 5 miljoner kronor. Medianfonden hade vid samma tidpunkt ett marknadsvärde på cirka 225 miljoner kronor.¹⁰⁶

Även skuldsättningsgraden varierar betydligt mellan fonderna, men är dock måttlig överlag. Ett implicit mått på skuldsättningen (även om det inte är perfekt) är en fonds marknadsvärde dividerat med dess fondförmögenhet. För den högst skuldsatta svenska hedgefonden ligger detta mått på 320 procent, jämfört med en median på 80 procent.¹⁰⁷ Belåningen är högst i tre av de största fonderna, vilka tillsammans förvaltar drygt 40 miljarder kronor.

Tabell 1 nedan presenterar statistik för ett urval av internationella hedgefonder från första kvartalet 1994 till första kvartalet 2006, grupperade efter investeringsstrategier. Hedgefondernas resultat tycks kanske inte så imponerande vid första anblick om man jämför med de stora indexen. Tar man däremot hänsyn till den låga risken i (de flesta) hedgefonder ändras bilden radikalt.

Tabell 1. Avkastning, volatilitet och korrelationer för olika investeringsstrategier 1994:1 – 2006:1. Avkastningen i US dollar.

Strategi	Genomsnittlig årlig avkastning	Standardavvikelse	Korrelation med MSCI World	Korrelation med S&P 500	Sharpe kvot
Dedicated short bias	-2,3%	17,6%	-0,76	-0,77	-0,35
Market neutral	9,5%	2,6%	0,39	0,39	2,16
Event driven	11,0%	5,3%	0,61	0,58	1,35
Arbitrage	6,2%	3,3%	0,46	0,44	0,70
Global macro	12,9%	10,0%	0,21	0,21	0,90
Long/Short	11,5%	9,5%	0,69	0,66	0,80
Hedge Fund index	10,4%	7,3%	0,56	0,54	0,89
MSCI World	8,1%	13,9%	1,00	0,93	0,30
S&P 500	10,7%	14,8%	0,93	1,00	0,46
3-mån. amerikanska skuldväxlar (T-Bills)	3,9%	0,2%	-0,15	-0,03	0,00

Källa: Tremont och egna beräkningar

Kategorin Market Neutral har exempelvis uppvisat en nominell avkastning på 9,5 procent – i linje med de stora indexen – men har en så kallad Sharpe kvot (vilket är ett mått på den riskjusterade överavkastningen) på över 2.¹⁰⁸ Detta kan jämföras med MSCI världsindex med en Sharpe kvot på 0,3, och S&P 500 med en Sharpe kvot på 0,46. Man kan notera att kategorin Dedicated short bias – vars strategier går ut på att gå kort i aktier man tror är övervärderade – har uppvisat negativ avkastning. Korrelationen mellan hedgefondernas avkastning

¹⁰⁶ Beräkningarna är huvudsakligen baserade på de fonder som ingår i Hedgenordics Sverigeindex samt beräknade på de uppgifter som fonderna redovisat till Finansinspektionen, se The Nordic Hedge Fund Journal, april 2006.

¹⁰⁷ Ett mått på mindre än 100 procent betyder att fonden har icke-noterade tillgångar, vilka ingår i fondförmögenheten men inte i fondens marknadsvärde. Det är möjligt att skuldsättningsgraden i hedgefonder är betydligt högre än vad som här antas. Detta på grund av att positioner utanför balansräkningen och implicit belåning via derivat inte inkluderas.

¹⁰⁸ Sharpe-kvoten definieras som en tillgångs överavkastning gentemot en riskfri tillgång, dividerat med volatiliteten (avkastningens standardavvikelse). I beräkningarna har T-Bills använts som den riskfria tillgången.

och generalindex kan ses som ett mått på den diversifieringseffekt som uppnås med en viss strategi. Samtliga strategier har tämligen låg korrelation med generalindexen och ger därmed bra diversifiering.

För att i möjligaste mån undvika skatter och reglering har många hedgefonder sin juridiska hemvist i skatteparadis som exempelvis Bermudas eller Cayman Islands. Genom detta uppnår man inte bara skattefördelar, man får också maximal placeringsfrihet och möter minimala informationskrav. Av de hedgefonder som är verksamma i EU är cirka 60 procent belägna off-shore.¹⁰⁹

Det är viktigt att notera att den ofullständiga information vi har om hedgefonder – delvis på grund av att hedgefonder i många länder endast rapporterar på frivillig basis – gör det omöjligt att exakt beräkna hedgefondernas storlek, risk och avkastning. Några uppskattningar pekar på att statistiska felkällor i databaser kan medföra att hedgefondernas årsavkastning generellt överskattas med så mycket som 2–3 procentenheter.¹¹⁰ Rutan nedan beskriver några av felkällorna.

109 ECB (2005). Trots detta är ändå 84 procent av alla hedgefonder som är aktiva i Europa registrerade hos någon tillsynsmyndighet (motsvarande siffra för USA är 57 procent).

110 ECB (2005).

Den tillgängliga informationen om hedgefonder är ofullständig och databaserna som sammanställer hedgefondsstatistiken kan ha flera systematiska felkällor. Nedan diskuteras tre av de största felkällorna.

Survivorship bias: En felkälla består i att databaser generellt endast inkluderar de fonder som är verksamma för tillfället. Hedgefonders genomsnittliga livstid är anmärkningsvärd kort – efter ett eller par år med dålig avkastning läggs ofta en fond ned. Man uppskattar att cirka 5 procent av de befintliga hedgefonderna läggs ned varje år. Detta gör att databaserna ger sken av att avkastningen för hedgefonder är högre än vad som är fallet. Att lågavkastande hedgefonder så ofta läggs ned har bland annat att göra med höga så kallade "watermarks" i bonussystemen till förvaltarna i fonderna. En watermark-regel betyder att en förvaltare som haft svag avkastning ett år först måste tjäna igen detta för att kunna få prestationsbaserad bonus i framtiden. Om en fond gått dåligt flera år blir

det med andra ord mycket svårt för förvaltare att passera sina watermarks, varför incitamenten till att lägga ned fonden ökar.

Self-selection bias: Hedgefonder lämnar information till databaser på frivillig basis, framförallt med syftet att marknadsföra fonden för investerare. Den troligaste anledningen till att en fond slutar rapportera är att den har haft mycket låg avkastning, vilket skulle påverka statistiken i databasen i samma riktning som survivorship bias. I viss mån kan detta uppvägas av fonder som gått mycket bra, och som slutar rapportera för att de inte behöver ytterligare marknadsföring eller kapital.

Backfilling bias: Denna felkälla uppstår då en ny hedgefond adderas till databasen och fonden i samband med detta ombeds redovisa sin historik. Om fonden i fråga hade en svag avkastning längre tillbaka i tiden kan dess ledning välja att redovisa endast en kortare historik, vilket också leder till en överskattning av hedgefondernas avkastning.

Hedgefondernas betydelse för de finansiella marknaderna

POSITIVA EFFEKTER AV HEDGEFONDER

Hedgefonder kan förväntas ha flera positiva effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt – genom sina flexibla investeringsstrategier kan förbättra prissättningen och likviditeten på många marknader. Ett exempel på detta är hedgefonder som analyserar företag och sedan investerar i de aktier man finner undervärderade och går kort i aktier man finner övervärderade. I detta fall innebär hedgefondens agerande ett mer rättvisande marknadspris, vilket kan leda till mer effektiv resursallokering och bättre riskhantering. Det finns vissa indikationer på att hedgefonder i USA gick kort i IT-relaterade aktier under IT-bubblan och faktiskt hade en korrigerande effekt på aktie-marknadens utveckling.¹¹¹

Ett annat exempel är hedgefonder som specialiserar sig på att identifiera värdepappersderivat som inte är konsekvent prissatta, det vill säga klassisk arbitrageverksamhet. Hedgefonder och andra aktörer som ägnar sig åt arbitrage ser till att priser konvergerar, vilket kan medföra att handel som inte skulle ha uppkommit under de felaktiga priserna nu kan komma till stånd. Då fler och fler tillgångar handlas på flera geografiska marknader kan hedgefonder således även ha positiva effekter på den globala finansiella integrationen.

En annan effekt av hedgefonder är att de tillför likviditet på de finansiella marknaderna. Denna effekt är troligen störst på nyare och mer komplexa marknader där hedgefonder också agerar risktagare och tar nettopositioner. Enligt British Bankers' Association har hedgefondernas andel som säljare av kreditskydd i kreditderivat ökat från 5 procent 2001 till 15 procent 2003.¹¹² Samtidigt ökade deras andel som köpare av kreditskydd från 12 till 16 procent. En annan undersökning av Greenwich Associates finner att hedgefonder står för 15 till 50 procent av all handel med kreditderivat i New York och London. Hedgefonders närvaro på dessa marknader har troligen påverkat marknadernas utveckling positivt och bidragit till att riskspridningen ökat globalt och att andra aktörer bättre kan hantera sina risker. I Sverige är dock handeln i kreditderivat fortfarande obetydlig

Utöver ovanstående effekter på de finansiella marknadernas effektivitet innebär dessutom hedgefonder en ökad diversifieringsmöjlighet för den enskilda investeraren. Såväl empiriska som teoretiska studier indikerar att hedgefonder kan ge investerare avkastnings- och diversifieringsmöjligheter som inte är möjliga genom vanliga investeringsfonder.

111 Brunnermeier och Nagel (Journal of Finance 2004) studerar hedgefonder och IT-bubblan och finner vissa indikationer på att hedgefonder gick kort i IT-relaterade aktier innan bubblan sprack.

112 Se British Bankers' Association (2004), Greenwich Associates (2006) och Fitch (2005).

NEGATIVA EFFEKTER AV HEDGEFONDER

Många bedömare befarar att den snabba tillväxten av hedgefonder även kan få negativa konsekvenser för de finansiella marknaderna och för finansiell stabilitet.¹¹³ Det finns både direkta risker via bankernas exponering mot hedgefonderna, och indirekta risker genom spridningseffekter på marknaderna. De komplexa och relativt stora positionerna på vissa marknader gör att spridningsriskerna är svåröverblickade. Att marknaden själv inte alltid kan neutralisera uppkomna likviditetskriser illustrerades väl av krisen i LTCM.

Till skillnad från reglerade finansiella institut har inte hedgefonder någon gräns för hur högt belånade de kan vara. En hög skuldsättning ökar både sannolikheten för, och effekten av, ett fallissemang av en eller flera hedgefonder. Förutom själva kapitalförlusten för banksektorn skulle ett fallissemang av ett antal stora hedgefonder också innebära ett betydande bortfall av provisionsintäkter. En uppskattning pekar på att hedgefonder svarar för så mycket som 25 procent av intäkterna i många av de största multinationella bankerna.¹¹⁴

Överlag är dock skuldsättningen relativt låg i hedgefonder. I en studie av Hennesse Group 2003 rapporteras att skuldsättningsgraden för 84 procent av de undersökta fonderna var lägre än 200 procent och att endast 2 procent av fonderna hade en skuldsättningsgrad över 500 procent.¹¹⁵ I jämförelse med finansiella institut är detta blygsamma nivåer. De svenska storbankerna har i genomsnitt en soliditet på 4,3 procent, vilket motsvarar en skuldsättningsgrad på drygt 2 300 procent. För närvarande kan man konstatera att de potentiella direkta effekterna på bankerna inte är allvarliga i förhållande till deras balansräkningar eller totala inkomster.¹¹⁶ Det finns emellertid tecken på att en allt mer intensiv konkurrens bland banker om hedgefondernas finansiering har lett till sänkta krav på hedgefondernas säkerheter och att hedgefondernas skuldsättning ökar.¹¹⁷

Att skuldsättningen i hedgefonder i allmänhet är måttlig innebär inte att den är riskfri. Hedgefonder har ofta positioner i mycket illikvida tillgångar och spridningsrisken mellan hedgefonder är troligen högre än mellan andra finansiella institut. Indirekta effekter för det finansiella systemet uppstår om bankerna har exponeringar mot andra aktörer som i sin tur har exponeringar mot hedgefonder. En bidragande faktor till spridningsrisken är att hedgefondernas positioner ofta är okända för andra aktörer. Motpartsrisken var en viktig del av problemen kring LTCM, där många banker hade indirekta motparts-exponeringar genom interbankmarknaden och det fanns en betydande spridningsrisk om ett fallissemang hade inträffat.

113 I samband med en krisövning i ECBs regi i april 2006 konstaterades till exempel att tillväxten i hedgefonder och handeln med kreditderivat utgör en potentiell risk för det finansiella systemet. *Financial Times*, 9 april 2006.

114 Fitch Ratings, "Hedge Funds: An emerging Force in the Global Credit Markets." Special Report 18 juli 2005.

115 Gupta och Liang (2004) finner i sin studie av hedgefonder att endast 4 procent av fonderna inte skulle ha klarat kapitaltäckningskraven under basel 2.

116 Se ECB (2005), "Large EU banks' exposures to hedge funds".

117 Greenwich Associates. "European Fixed Income: Focus on Hedge Funds", December 2005.

Även om hedgefonder fortfarande förvaltar en liten del av det totala förvaltade kapitalet internationellt, cirka 5 procent, så står de för en allt större del av likviditeten på marknaden. Skulle ett stort antal hedgefonder fallera och samtidigt vara högt belånade finns det en risk att de finansiella marknaderna påverkas. Som nämndes ovan gäller det i synnerhet vissa kreditderivatsmarknader där likviditeten riskerar att helt försvinna. En likviditetskris kan sedan sprida sig till andra marknader.

Hedgefonder anklagas ofta för att uppvisa flockbeteende, det vill säga att imitera varandras beteende och ta liknande positioner. Sådana strategier riskerar att förstärka marknadssvängningar och ha en destabiliserande effekt. Detta gäller i synnerhet makrofonder som tar positioner och investerar baserat på en förväntan om den makroekonomiska utvecklingen. Exempelvis förs det ofta fram att hedgefonder var delaktiga i och förstärkte effekterna under ERM-kriserna. Det finns dock inga entydiga indikationer på att hedgefonder i större utsträckning än andra investerare följer momentumstrategier.¹¹⁸ Tvärtom kan man hävda att de absoluta, snarare än relativa, avkastningskraven i hedgefonder borde minska incitamenten till flockbeteende.

118 En momentumstrategi innebär att man köper tillgångar som ökat i värde och säljer tillgångar som minskat i värde.

LTCM startades i USA år 1994 och förvaltade då ett kapital på 1,3 miljarder dollar. I fondens ledning fanns många prominenta personer från Wall Street och den akademiska världen, bland annat mottagarna av ekonomipriset, Robert Merton och Myron Scholes.

Fondens investeringsstrategi gick bland annat ut på att köpa obligationer med hög risk (och hög avkastning), till exempel i nya tillväxtekonomier eller i företag med låg rating, och att gå kort i lågavkastande obligationer, såsom amerikanska statsobligationer. LTCMs ledning var nämligen övertygad om att spreadarna mellan obligationer med hög och låg risk var omotiverat höga och att de skulle minska.¹¹⁹

Inledningsvis fungerade strategin mycket väl, avkastningen under 1995 och 1996 var ungefär 40 procent och under 1997 ungefär 20 procent. Fonden drog till sig allt fler investerare och i slutet av 1997 uppgick det insatta kapitalet i LTCM till mer än 7 miljarder dollar. I december 1997 meddelade fonden att investeringsmöjligheterna försämrats, varför de avsåg att dela ut cirka 2,7 miljarder dollar till investerarna (motsvarande 36 procent av fondens kapital). Samtidigt hade fonden lånat cirka 125 miljarder US dollar. Detta resulterade i en skuldsättningsgrad på över 2000 procent och därmed förbättrades avkastningen på det insatta kapitalet.¹²⁰ Ledningens namnkunnighet och fondens exceptionella resultat bidrog säkerligen till att investerarna – medvetet eller av okunnighet – accepterade en sådan hög skuldsättning.

Under 1998 skedde så ett antal händelser som ledde till oro på de internationella finansiella marknaderna. Under sommaren devalverade

Ryssland rubeln och ställde in betalningar på sin utlandsskuld, vilket fick stora effekter även på andra marknader. Kreditvärdigheten i många tillväxtekonomier ifrågasattes, vilket ledde till att spreaden på mer riskfyllda kreditderivat ökade snabbt. Det här var tvärtemot den utveckling som LTCM, och många andra investerare med dem, hade förutspått. Reaktionen var mycket kraftig och ledde till att likviditeten på vissa marknader blev i det närmaste obefintlig.

Det blev nu mycket kostsamt för LTCM att gå ur sina positioner. Detta tillsammans med den höga skuldsättningen gjorde att fonden fick svårt att möta åtaganden gentemot sina motparter, vilka krävde mer säkerheter. I september 1998 sände fonden ut ett brev till sina investerare där de delgav problemen och bad om mer kapital. Detta misslyckades och likviditetsproblemen blev alltmer akuta.

Fondens storlek och det faktum att så pass många finansiella aktörer var involverade i LTCM ledde till en tilltagande oro för eventuell kollaps. Utöver stora kreditförluster för fondens motparter befarade man för att ett fallissemang skulle få allvarliga konsekvenser för de finansiella marknaderna generellt. Dessutom hade många andra fonder och investerare liknande positioner. Detta ledde till att Federal Reserve sammankallade en grupp bestående av fjorton banker och mäklarhus i syfte att motverka en okontrollerad kollaps av LTCM. Det bud som senare kom att accepteras av LTCM innebar att gruppen investerade 3,6 miljarder dollar i fonden i utbyte mot 90 procent av tillgångarna. Kontrollen av fonden övergick till en kommitté vars deltagare tillsattes av de nya ägarna. Federal Reserve själv sköt dock inte till några medel.

119 Edwards (1999).

120 *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Report of the President's Working Group on Financial Markets, sid 11.

Hedgefonder och reglering

Idag är hedgefonder i många stycken oreglerade. Det gäller i synnerhet fonder som är placerade off-shore, där myndigheter har liten eller ingen insyn. I takt med att hedgefonder kommit att förfoga över allt mer kapital, och attrahera en allt större grupp av investerare, har den internationella debatten tilltagit kring regleringen av hedgefonder. Debatten har fått ytterligare näring genom ett antal uppmärksammade fall av bedrägerier i hedgefonder i USA de senaste åren. Från och med februari 2006 har Securities and Exchange Commission i USA infört registreringskrav för större hedgefonder, även sådana placerade off-shore, och flera länder i Europa ser för närvarande över sin reglering.

Det finns två huvudargument för att reglera hedgefondernas verksamhet. Det första bygger på ett konsumentskyddsperspektiv – enskilda investerare och konsumenter bör skyddas från fonder som tar alltför stora risker. Ett sådant resonemang är dock något märkligt: om man anser att vanliga konsumenters och pensionssparares investeringar behöver skyddas borde det vara deras placeringsmöjligheter som ska begränsas, inte hedgefondernas verksamhet. Det andra argumentet bygger på ett stabilitetperspektiv – i takt med att hedgefonderna spelar en allt större roll för likviditeten på de finansiella marknaderna så kan det finnas anledning att begränsa deras risker.

Ett naturligt förslag för att förstärka marknadsdisciplinen är att hedgefonderna ska ge mer information till marknaden. Om hedgefondernas positioner är okända eller svårbegripliga för finansiärerna kan det finnas en risk att marknadsdisciplinen inte fungerar, och att hedgefonderna tar på sig alltför mycket risk eller ökar sin belåning alltför mycket.

I Sverige är hedgefonder redan skyldiga att registrera sig och redovisa sina innehav till Finansinspektionen. Tills nyligen har Finansinspektionen publicerat dessa positioner med ett kvartals fördröjning. Det är dock tveksamt om denna detaljerade informationsspridning har haft någon disciplinerande effekt, inte minst med tanke på att hedgefonderna ofta har extremt komplicerade positioner. Däremot är det inte omöjligt att det utnyttjats av konkurrenter och andra fonder.

Ett alternativ till denna fullständiga informationsutlämning är att hedgefonder lämnar något eller några mått som beskriver risken i fonden, till exempel ett value-at-risk mått eller något mått på likviditetsrisk och skuldsättning. Detta är den ansats som Finansinspektionen kommer att använda framöver.¹²¹ Det här kan vara ett mer överskådligt sätt att få information om enskilda hedgefonders risk, men ger å andra sidan ingen information om direkta eller indirekta exponeringar mot banker och andra systemviktiga institut.¹²² Den informationen, liksom bankernas övriga motpartsexponeringar, måste alltså inhämtas från bankerna själva.

121 Se "Förändrade rutiner av publicering av specialfonders (inklusive hedgefonders) innehav och risktagande", Finansinspektionen, promemoria 2005-12-06 och "Rapportering av riskmått", Finansinspektionen, promemoria, 2006-05-12.

122 Value-at-risk mått och andra riskmått kan vara problematiska om en hedgefond har icke-linjära positioner, men skulle kunna kompletteras med någon form av stresstester.

En mer direkt form av reglering skulle vara att reglera vilka positioner hedgefonder får lov att ta, eller att införa kapitaltäckningsliknande regler för dem. Den förstnämnda typen av reglering skulle dock begränsa de positiva effekter som hedgefonder har för finansiella marknader och minska deras effektivitet. Den skulle dessutom kunna innebära att likviditet försvinner från marknader när den behövs som mest och leda till ökad volatilitet.

Förespråkare av striktare reglering av hedgefonder möter som sagt ett grundläggande hinder: fondernas juridiska hemvist är ofta skatteparadis, eller kan lätt förflyttas till ett sådant. En ökad reglering i Europa och USA – till exempel genom någon form av kapitaltäckningsregler – leder troligen till att än fler hedgefonder registrerar sig offshore och på så sätt undviker regleringen.¹²³ Men även om sådant regelarbete kunde förhindras är det svårt att se att eventuella systemriskerna bäst angrips genom en reglering av hedgefonderna, det är förmodligen effektivare att fokusera regleringen på de systemviktiga instituten. Att förbättra bankernas riskhantering visavis hedgefonder har varit föremål för en rad initiativ från Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) och andra organisationer ända sedan LTCM-krisen 1998.¹²⁴

Avslutning

Från att ha varit en investeringsform förbehållen ett fåtal förmögna privatpersoner attraherar hedgefonder idag en stor grupp institutionella investerare och konsumenter. Pensionsfonder i synnerhet lockas av den stabila avkastning som hedgefonder uppvisat, och den diversifieringsfördel de medför. Genom sin arbitrageverksamhet och sina flexibla investeringsstrategier fyller hedgefonder flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna – de ökar genomlysningen, förbättrar prissättningen och skapar likviditet.

Den kraftiga tillväxten av hedgefonder på senare år har dock väckt en internationell debatt om riskerna med deras verksamhet. Hedgefondernas illikvida positioner och tidvis höga skuldsättning gör att problem i enstaka fonder kan sprida sig och leda till en större likviditetskris. Vissa typer av hedgefonder har dessutom blivit kända för kortsiktig spekulation och flockbeteende, något som kan ha destabiliserande effekter på de finansiella marknaderna.

Riksbankens syn i frågan om ytterligare reglering är att fokus bör ligga på att hedgefondernas motparter – framförallt de systemviktiga instituten – kan kontrollera sina risker. Om de stora bankerna hanterar sina motpartsexponeringar korrekt, det vill säga tar tillräckliga säkerheter och är kapabla att hantera eventuella likviditetsproblem, så finns det ingen anledning att införa särskild reglering för hedgefonder som tillgångsslag. För att säkerställa detta är det möjligt att centralbanker och tillsynsmyndigheter kommer att ställa högre krav på bankernas rapportering av motpartsexponeringar framöver.

123 En av dem som starkt pläderar för kapitaltäckningsregler för hedgefonder – på övergripande internationell basis – är Jochen Sanio, chef för den tyska finansinspektionen. Se t ex "Should hedge funds be regulated", tal av Sanio vid konferensen "Top Ten Financial Risks to the Global Economy", September 2005.

124 Se till exempel "Hedge funds: Developments and policy implications". ECB Monthly Bulletin, Januari 2006.